

A MEDIO CAMINO

Fernando Henrique Cardoso
Alejandro Foxley

(editores)



A MEDIO CAMINO

NUEVOS DESAFÍOS DE LA DEMOCRACIA Y DEL DESARROLLO EN AMÉRICA LATINA



Fernando Henrique Cardoso
Alejandro Foxley
(editores)



A MEDIO CAMINO

NUEVOS DESAFÍOS DE LA DEMOCRACIA Y DEL DESARROLLO EN AMÉRICA LATINA

COLECCION CIEPLAN



Dirección de Colección CIEPLAN: Eugenio Tironi

Este libro forma parte del proyecto «Una nueva agenda económico-social para América Latina», ejecutado por la Corporación de Estudios para Latinoamérica (CIEPLAN), Chile, y el Instituto Fernando Henrique Cardoso (iFHC), Brasil. El proyecto fue financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI) y el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). Las informaciones y opiniones presentadas aquí son de responsabilidad de los autores y no comprometen a las instituciones asociadas al proyecto.

Coordinadores del proyecto: Patricio Meller y Simon Schwartzman.

Equipo ejecutivo: Sergio Fausto, Patricio Meller, Simon Schwartzman e Ignacio Walker.

A MEDIO CAMINO
Nuevos desafíos de la democracia y del desarrollo en América Latina

ISBN: 978-956-8601-43-0

www.uqbareditores.cl
Av. Las Condes 7172 A
Teléfono: (56-2) 224 72 39

Dirección editorial: Isabel M. Buzeta Page
Edición a cargo de: Patricio González Ríos
Asistente editorial: Javiera Piriz Yaconi
Diseño de portada: Draft
Diagramación: Salgó Ltda.
Impresión: CyC Impresores

ÍNDICE

POLÍTICAS Y PROBLEMAS SOCIALES

GOBERNABILIDAD MACROECONÓMICA Y DESARROLLO INSTITUCIONAL

Óscar Landerretche Moreno

Introducción

Durante las últimas dos décadas, las economías de América Latina han experimentado un salto cualitativo en términos de estabilidad macroeconómica. Comparado con períodos históricos previos, la región muestra un conjunto de economías abiertas orientadas, principalmente, hacia la atracción de capitales internacionales y la exportación hacia los mercados globales. En general, se ha logrado un mayor control de la inflación a través de la conducción de políticas monetarias independientes con una clara vocación anticíclica, se ha aumentado el control sobre los déficits fiscales y se ha conseguido implementar algún grado de regulación prudencial de los mercados financieros. En su mayoría, los países latinoamericanos mantienen monedas en flotación libre con relativamente pocos controles de los movimientos de capital, mientras que los indicadores de premio al riesgo soberano de los mercados latinoamericanos se han reducido, en promedio, consistentemente durante los últimos años. Con la notoria excepción de algunos países y dando el debido espacio a la heterogeneidad, es innegable que se ha avanzado mucho en la región. Estos avances en las características institucionales básicas de estas economías, permiten, por otro lado, plantearse nuevas preguntas y desafíos institucionales mayores. En breve, América Latina habría implementado las reformas de «primera generación», quedando por delante las de «segunda generación»; solamente es posible plantearse estas en la medida en que se hayan superado las primeras. Este artículo intenta revisar los desafíos de economía política contenidas en las reformas macroeconómicas de «segunda generación».

A pesar de los avances, es importante tener presente que todas las economías de América Latina han experimentado con alguna frecuencia histórica situaciones de pérdida de control, ya sea de los instrumentos de la política macro o de la situación económica general. En el contexto de la globalización

comercial y financiera que se inició en el último cuarto del siglo XX, los episodios de aflicción económica han tendido a ser más seguidos, más profundos y muchas veces de mayor duración. Esto no deja de ser paradójico si es que uno considera que a nivel global se ha documentado un proceso de estabilización del ciclo económico y una reducción en las tasas de inflación, conocido como la «Gran Moderación» (Stock y Watson 2002). Si bien la desaceleración en las tasas de inflación global ha ocurrido también en América Latina y las tasas de crecimiento económico de la región se han acelerado al igual que en el resto del mundo, el riesgo de crisis financieras y de balanza de pagos en América Latina continúa siendo muy real. Subsiste la pregunta de si esa incapacidad de la región de reducir la volatilidad de sus ciclos económicos no se encuentra relacionada con su rezago en crecimiento promedio respecto de otras zonas de mercados emergentes.

Desafortunadamente, y a pesar de la «Gran Moderación», las crisis macroeconómicas profundas y con consecuencias políticas continúan siendo características de la región. La mayor parte del tiempo, las autoridades a cargo, más allá de sus posiciones ideológicas, han sido profesionales capacitados, competentes y con respaldo de los gobiernos. La ignorancia pura o el simple voluntarismo han sido más la excepción que la regla. Pero el tema de fondo trasciende a las personas. La premisa de este trabajo es que el problema principal está constituido por déficits en el diseño institucional, que resienten la capacidad de los gobiernos y bancos centrales para manejar de modo consistente los instrumentos de política macroeconómica. La idea central es que hay un conjunto de desafíos de economía política que no han sido adecuadamente abordados en la región, que hacen poco sustentables e incluso poco realistas políticas macroeconómicas que de otro modo serían óptimas.

Durante los últimos decenios, el debate académico y aplicado sobre las políticas macroeconómicas se ha vuelto menos ideológico, lo que refleja la aparición de un consenso básico sobre los objetivos macroeconómicos e incluso sobre las virtudes de ciertos arreglos institucionales generales. Por ejemplo, hay poco debate acerca de la conveniencia de la estabilidad macroeconómica y una inflación baja; existe una conciencia generalizada en relación al efecto destructivo de los desequilibrios fiscales y a las virtudes de un régimen relativamente flexible de tipo de cambio; y hay una generalizada aceptación respecto de la necesidad de contar con a lo menos bancos centrales operacionalmente independientes. El debate entre los especialistas se ha vuelto mucho más pragmático, sutil y técnico, generalmente pivoteando acerca de la mejor manera de aplicar estos objetivos generales.

El consenso tiende a desaparecer cuando se discuten los detalles o las respuestas de política frente a *shocks* que desafían la estabilidad de la economía.

¿Qué forma concreta y qué mecanismos de rendición de cuentas debe tener la independencia del Banco Central? ¿Qué plazo y qué flexibilidad deben tener las metas de inflación? ¿Qué mecanismos institucionales pueden adoptarse para asegurar la coherencia fiscal dinámica? ¿Qué relación es factible de establecer entre los impuestos y los ciclos de la economía? ¿Qué variedad específica de tipo de cambio de flotación es más conveniente? ¿Nunca tienen sentido los controles de capital de corto plazo? Las respuestas a estas preguntas cambian dependiendo de los lugares y momentos, pero básicamente reflejan una discusión técnica de implementación en torno a un consenso básico de objetivos.

El principal problema que enfrentan las economías latinoamericanas (emergentes) no es el diseño teórico de las instituciones macroeconómicas, sino más bien las dificultades de su aplicación práctica de manera eficaz y efectiva. Aunque el tema central de este trabajo es América Latina, las dificultades prácticas de implementar políticas óptimas en un marco de economía política no parece ser un problema circunscrito a nuestro continente. Por ejemplo, existe evidencia respecto a que las nuevas democracias y los países emergentes muestran ciclos político-presupuestarios muy marcados, mientras que los votantes en las democracias maduras parecen castigar a las administraciones que manipulan sus presupuestos a través del ciclo político (Brender y Drazen 2005; Shi y Svensson 2006). Es probable que este tipo de dificultades se extienda a muchos aspectos de política pública y diseño institucional. El proceso de hacer frente a este tipo de dificultades es lo que vamos a llamar la gobernabilidad macroeconómica.

En este artículo se examina lo que vemos como las principales preguntas macroeconómicas que caracterizan a los problemas de gobernabilidad en los mercados latinoamericanos. La revisión de literatura que hacemos se centra en la idea de que las instituciones óptimas para un país pueden variar sustancialmente dependiendo de las circunstancias, los períodos históricos e incluso los niveles de desarrollo (Rodrik 2007, 2008).

1. Los hechos estilizados de la macroeconomía latinoamericana

Una de las expresiones más tradicionales y conocidas de la inestabilidad macroeconómica de América Latina es la inflación. En la evolución del promedio regional de esta variable, por un período de va desde mediados de la década de 1970 hasta mediados de la década de 1990, casi la totalidad de la región toleró inflaciones superiores a 10% en promedio y frecuentemente más de la mitad de la economía regional tuvo inflaciones superiores al 50%. A mediados de la

década de 1980, varios países experimentaron hiperinflación. Como se sabe, las grandes reducciones en estas tasas se produjeron en la primera mitad de los años 90 a través de dolorosos procesos de control del gasto fiscal y regímenes de convertibilidad que fueron gradualmente abandonados (con las notorias excepciones de Ecuador y Panamá) durante esa década. La inflación pareció derrotada en América Latina hacia fines de la década de 1990 y principios del siglo XXI, pero ha tenido un resurgimiento en el último tiempo como resultado de las inflaciones internacionales de precios de materias primas; sin embargo, este resurgimiento es menor en magnitud en relación al historial inflacionario del continente. En el área de control monetario, la región muestra una gran mejoría no solamente cuando se la compara con la penosa década de 1980, sino incluso confrontada con los años 60 y 70.

Otra de las expresiones tradicionalmente más visibles de la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas siempre fue su deuda externa. El fenómeno de la deuda externa latinoamericana, y particularmente argentina, ha sido un elemento de la historia de los mercados globales desde que se constituye el Club de París en 1956 para renegociar una reestructuración de la deuda externa de ese país. Durante el siguiente medio siglo, el Club de París ha servido para negociar más de 400 acuerdos de reestructuración de deuda con países emergentes. De esos acuerdos, el 20% ha sido con países latinoamericanos. Durante las décadas de 1950, 1960 y 1970 solamente hubo 11 procesos, durante la década de 1980 hubo 23 (concentrados en América del Sur) y durante la década de 1990 hubo 31 (concentrados en América Central). En lo que va de la primera década del siglo XXI van 11 (nuevamente concentrados en América Central). A partir de la explosión de los mercados de deuda emergente de los años 90, los procesos de reestructuración de la deuda pública respecto de organismos multilaterales y gobiernos de países industriales se han vuelto una medida imperfecta de las vulnerabilidades derivadas del endeudamiento de los países emergentes. Una demostración de ello son los procesos de incumplimiento y reestructuración de la deuda privada global del gobierno argentino con posterioridad a la «Crisis del Corralito» de 2001, y las dificultades generadas por la estructura de deuda de vencimientos cortos en Brasil durante 2002.

En la estructura de deuda externa de América Latina se puede apreciar que ha habido un incremento casi ininterrumpido de esta, como proporción del PIB, entre mediados de los años 70 hasta fines de los años 80. Pero a partir de 1989, la deuda externa total disminuye debido a la caída en la importancia relativa de la deuda de corto plazo como resultado de la emisión de los *Brady Bonds*.

Es notoria la mejoría en la situación macroeconómica de la región cuando se miran los indicadores de deuda externa. En primer lugar se observa un

segundo *peak* de endeudamiento hacia los años 2003 y 2004 que no está acompañado de un *peak* en la deuda externa de corto plazo. Esto, en el peor de los casos, indica un aumento en los plazos de deuda a los que acceden los países de la región. En el mejor de los casos muestra un aumento de deuda externa que debe ser interpretado como un indicador de mejoría en las condiciones de acceso a los mercados de capitales de los países de la región. Es importante notar, también, la fuerte caída en los indicadores de deuda externa durante los últimos años, situación que es directamente atribuible a las expansiones en el acceso a liquidez internacional que ha traído el auge en los precios de las materias primas a nivel global.

La caída en la importancia de la deuda externa pública o garantizada por el Estado de la región ha vuelto este indicador a niveles similares a los de principios de los años 70, solo que en ese caso este número indicaba una falta de acceso a los mercados de capitales. En tanto, ahora indica un incremento muy significativo en la solvencia de los sectores públicos de la región. Considerando el panorama general se debe inferir que las economías latinoamericanas han evolucionado desde una estructura de deudas intensivas en deuda pública y de relativamente menor plazo en los años 60 y 70 hacia estructuras de deuda más privada y de mayor plazo (en los años 90 y la primera década del siglo XXI).

En la balanza comercial y la cuenta corriente de la región, se aprecia que ha habido un auge exportador entre los países grandes de la región en los años 80, generado por la evolución del tipo de cambio real poscrisis. El segundo auge exportador se produce en los últimos años como resultado de los *booms* de precios de materias primas, también relativamente concentrado entre los países de mayor tamaño de la región. Sin embargo, esto ocurre en el contexto de una posición de deuda y de servicios al capital externo mucho más favorable que antes. Los últimos años se constituyen como uno de los únicos períodos históricos en que América Latina ha tenido un superávit de cuenta corriente en los países más grandes de la región, y a su vez, en promedio, los países más pequeños están cercanos a un balance. Esta es otra variable en la cual es evidente la mejoría del desempeño de los países de la región.

En la evolución y financiamiento de la inversión en América Latina, en general, se observa una mejoría en las series de inversión durante los últimos años, pero no es una aceleración más grande que otras observadas durante las anteriores décadas. Más aun, todavía no se logran tasas de inversión promedio ponderadas como las que se observaban en los años 70 y principios de los 80. Pero sí se puede decir que, a lo menos, se tiene un nivel de inversión comparable al de los años 70 (y posiblemente superior).

La inversión, que es financiada como inversión extranjera directa (IED), es una forma de financiamiento que muestra un elevado grado de confianza de

los mercados de capitales internacionales en la economía en que se invierte. Se debe decir que la inversión extranjera directa como fenómeno ha aumentado a nivel global. En el caso particular de América Latina, hasta principios de la década de 1990 la IED financiaba en torno a un 5% de la inversión en el continente, mientras que en la actualidad está sobre el 15%. Entonces, en resumen, la inversión se ha recuperado e incluso ha mejorado sus niveles y, adicionalmente, la inversión extranjera directa constituye un factor mucho más importante en su financiamiento.

Es evidente que hay una mejoría de los indicadores promedio de la región respecto de las décadas anteriores. Sin embargo, no es posible afirmar enfáticamente que exista una mejoría demasiado radical. Es notorio que América Latina tiene mucho que progresar, por lo que nuestra hipótesis para este artículo es que esto requiere de reformas y ajustes a la institucionalidad macroeconómica.

2. Gobernabilidad fiscal

Existe un consenso general acerca de la importancia macroeconómica de evitar desequilibrios fiscales, especialmente en los países emergentes que suelen heredar un problema de credibilidad de algún tipo. Esta sección revisa el rol macroeconómico que tiene el gasto fiscal y los diversos tipos de dificultades que se enfrentan cuando se trata de gobernar el proceso presupuestario.

2.1. El rol macroeconómico clásico del gasto fiscal en América Latina

Hay tres características centrales de los países latinoamericanos que otorgan un rol crucial a la política fiscal: sus bajos niveles de infraestructura institucional, capital fijo y humano; sus elevados niveles de desigualdad y fragmentación; y, finalmente, las vulnerabilidades y dificultades de sus ciudadanos para enfrentar el riesgo. Como veremos a continuación, existe sustento tanto teórico como empírico para justificar la existencia de un rol importante del Estado en el proceso de desarrollo y crecimiento que tiene por delante la región en este contexto. Es razonable predecir que es muy probable que este rol del Estado continúe o incluso aumente durante los próximos años en la región. Esto implica dos cosas: primero, se hace cada vez más importante el lidiar con los diferentes tipos de problemas macroeconómicos que genera la administración del gasto fiscal; segundo, relativiza la factibilidad de la clásica recomendación de política macroeconómica proveniente desde posturas políticas más conservadoras de reducción del gasto fiscal tanto en el contexto transitorio de ajustes ante fluc-

tuaciones macroeconómicas como en el contexto más cataclísmico de políticas de ajuste estructural. Finalmente, la gobernabilidad fiscal se vuelve un desafío justamente en la medida en que el esfuerzo fiscal requerido por el proceso de desarrollo genera peligros para la macroeconomía.

Hay suficiente evidencia que sugiere que la lentitud del proceso de desarrollo de la región está asociada a la falta de disponibilidad de niveles críticos de infraestructura institucional, capital humano e infraestructura física. Estos déficits tienen, nuevamente, una raíz histórica muy profunda que hace que tomen tiempo en subsanar. Teóricamente, sin embargo, las demoras en subsanarlos se deben, principalmente, a tres fallas de mercado clásicas: la existencia de economías de coordinación, la existencia de externalidades y las incompletitudes del mercado de capitales.

Se detecta otra variante de incompletitudes del mercado de capitales que genera un rol adicional para el fisco y cuyo problema deriva de la inexistencia de mercados completos de seguros, lo que suele ser particularmente importante en el caso de las personas de menores niveles de ingreso. En una sociedad compuesta por agentes adversos al riesgo, esto genera dos desafíos para el fisco. Primero, los agentes se desviarán desde sus acciones óptimas desde el punto de vista social con el objeto de buscar actividades que generen una mejor cartera de ingresos frente al riesgo, es decir, tomarán opciones laborales y empresariales que valorarán más por las propiedades de sus volatilidades que por sus retornos. Esto es en sí mismo subóptimo, ya que de disponer de un mercado completo de seguros estas personas optarían por especializarse en forma muy acentuada y por usar dichos mercados para satisfacer todas sus necesidades de riesgo. Segundo, es altamente improbable que los agentes puedan lograr eliminar a través de una estrategia de modificación de sus comportamientos productivos, laborales y empresariales, todos los efectos del riesgo en la misma forma (y al mismo costo) que lo haría un mercado de capitales completo. Dicho de otro modo, es altamente improbable que todos los agentes de una sociedad tengan ventajas comparativas en la administración de su riesgo. Por ende, harán menos de lo óptimo de esta actividad si es que no les es posible contratarla en el mercado a precios razonables. En consecuencia, esto implica una pérdida de bienestar para la sociedad.

Como se puede ver, es previsible que haya en el futuro cercano un conjunto relativamente importante de demandas significativas sobre la política fiscal. Una parte de este esfuerzo de gasto fiscal estará dirigido a la provisión de bienes públicos o a la creación de mercados que las estrategias de desarrollo de los países requieran. Otra parte se dedicará a generar las transferencias necesarias desde un punto de vista ético-distributivo o desde el punto de vista político para hacer sustentables las estrategias de desarrollo en cuestión.

2.2. Federalismo fiscal y descentralización

Un problema tradicional en los mercados emergentes para la economía política fiscal es el federalismo fiscal, el cual es una aplicación particular del clásico problema del recurso de pozo o fondo común. El recurso de fondo común puede ser explotado por cualquiera sin que sea posible impedirlo. Diferentes agentes tienden a la sobreexplotación porque no internalizan la pérdida de utilidad de otros usuarios potenciales que resulta del agotamiento de los recursos. Por lo tanto, los recursos comunes suelen ser sobreexplotados, agotados e incluso extinguidos. En el caso del federalismo fiscal, el fondo común de recursos son los ingresos tributarios intertemporales del Estado y los agentes descentralizados por lo general son Estados federales o agencias públicas.

La crisis fiscal canónica de un mercado emergente es una en la que el gobierno central pierde el control sobre sus finanzas frente a una estructura descentralizada que con frecuencia consta de estados federales o gobiernos regionales, pero también puede estar constituida por agencias fiscales autónomas o semiautónomas.

Por otro lado, existe también la noción de que el exceso de centralización en la gestión de recursos genera aplicaciones subóptimas del esfuerzo fiscal. Esta tensión entre las virtudes del centralismo, para efectos presupuestarios y de la descentralización desde el punto de vista de la gestión, es un problema clásico de economía política. Un diseño institucional óptimo podría adoptar la forma de federalismo fiscal basado en la descentralización de los gastos y un sistema centralizado de subsidios y transferencias entre países (Alesina y Tabellini 2005), pero esto es, usualmente, difícil de diseñar y complejo de negociar.

En América Latina, sin embargo, la descentralización rara vez ha sido la consecuencia de una reflexión y discusión que considere la estabilidad macroeconómica como un componente relevante. En muchos casos, la descentralización ha sido simplemente la solución política que se ha encontrado a un proceso de guerra civil o descomposición del Estado nacional. Una consecuencia reciente y bullada de lo anterior ocurrió durante la crisis de convertibilidad de Argentina, desarrollada durante la mayor parte del decenio de 1990 y que explotara a fines de 2001. La crisis fue el resultado de la emisión de deuda de los gobiernos provinciales de Argentina y de la toma de decisiones de gastos que disminuyeron significativamente el control que el gobierno central tenía de sus finanzas. Sin embargo, hay casos más recientes, como lo es el proceso de descentralización administrativa y fiscal de Colombia de los años 90, cuya motivación central era contribuir a la pacificación del país mediante una mejor y más efectiva presencia del Estado en las comunidades locales. Nuevamente, las consecuencias macroeconómicas pasaron a segundo plano.

Tampoco son solamente divisiones regionales las que generan los efectos nocivos del federalismo fiscal. Este tipo de crisis de federalismo fiscal se ha sufrido, en un momento u otro, en la mayoría federal o semifederal de los países de América Latina. Por otra parte, incluso en algunos Estados no federales, las economías latinoamericanas han experimentado las formas institucionales de federalismo fiscal. Por ejemplo, la economía chilena en la década de 1960 tuvo un clásico problema de federalismo fiscal creado por su sistema descentralizado de fondos de pensiones de reparto. El problema fue tan grave que motivó una de las más importantes reformas institucionales aplicadas en ese país. En estos casos y en otros, las consecuencias han sido las mismas: déficits fiscales y niveles de deuda pública excesivos.

Dado que hay un argumento en favor de un cierto grado de descentralización, la respuesta óptima a los problemas y peligros del federalismo fiscal probablemente sea un rediseño de las instituciones en lugar de la instauración de la centralización fiscal. La existencia de mercados financieros para las agencias dentro de una federación puede hacer la autorregulación de los sistemas fiscales federales más plausible y sostenible, puesto que pueden ayudar a mantener bajo control el incentivo para que los gobiernos regionales apliquen políticas inconsistentes con el bienestar social, lo que se conoce en la literatura como «*Beggar-thy-neighbour*» (Qian y Weingast 1997; Oates 1999, 2005). También se argumenta que los sistemas federales autorregulativos son más estables y duraderos que los sistemas centralizados (De Figueiredo y Weingast 2005). Por otra parte, si bien existen fuertes indicios de que economías financieramente globalizadas tienen Estados y gastos fiscales más grandes, también es cierto que los mercados internacionales visiblemente premian en sus tasas la disciplina fiscal. Dado que ha habido una ola de liberalización financiera que se ha propagado a través de América Latina, es posible que haya una oportunidad para un diseño de autorregulación de esquemas con federalismo fiscal financieramente abiertos en que los gobiernos regionales se sometan a los precios y señales de los mercados internacionales (Oates 2005; De Mello 2005).

Con dolor, las instituciones de las economías latinoamericanas han aprendido a tratar con el federalismo fiscal. Sin embargo, todavía existe la presencia de dicho federalismo en varios de los países de la región. El diseño de un sistema descentralizado de gasto que no genera un problema de fondo común, da a los componentes federales del Estado suficiente autonomía para poder atender óptimamente las exigencias locales, y no genera infinitas oportunidades para la corrupción o desviación del gasto, algo que no es trivial de bosquejar.

Un ejemplo es el caso de la descentralización del gasto a través de los municipios en Chile. La ley no permite a los municipios contratar de manera autónoma créditos para financiar proyectos de su propia cuenta. Esto se hace con

el objetivo de limitar el potencial problema del fondo común. Sin embargo, se observa que los municipios tienen que incurrir en enormes costos administrativos en su relación con el gobierno central para aprobar los recursos financieros para algunos proyectos. Por otra parte, los municipios no necesariamente se limitan de acuerdo a la norma y tienden a encontrar formas encubiertas de contratación de créditos. En lugar de contratar directamente créditos, utilizan tarjetas de crédito, sobregiros de cuenta e incluso arreglos informales con miembros de la comunidad local u otros funcionarios. La lección más general que nos queda de este caso es que la prohibición puede resultar siendo una ilusión que termine creando una situación menos transparente aun para el control presupuestario.

Respecto de las necesidades institucionales para las reformas de los sistemas presupuestarios en los mercados emergentes, existe una complementariedad entre un proceso de flexibilización y descentralización del gasto con la creación de organismos con una mayor supervisión y evaluación (Diamond 2002). La mezcla, en la práctica, puede ser bastante difícil de lograr.

Para estudiar adecuadamente esta cuestión en América Latina, el diagnóstico debe ser doble: hay que saber qué problemas de federalismo fiscal federal aún subsisten en la institucionalidad y también se tiene que examinar qué aspectos de la institucionalidad han sido excesivamente centralizados para proteger a la macroeconomía del problema del fondo común. Una vez que se tengan estos diagnósticos se podrán evaluar las reformas que se requieren en el contexto institucional de los diferentes países.

2.3. Iniciativa presupuestaria y supervisión parlamentaria

Los países, en general, pueden tener instituciones presupuestarias «jerárquicas» o «colegiadas» (en el sentido de Alesina y Perotti 1996). En América Latina, institucionalidades «jerárquicas» logran menores niveles de gasto que las «colegiadas», incluso cuando la comparación se hace en diferentes períodos de tiempo dentro de los mismos países (Alesina y Perotti 1996).

Desafortunadamente, cuando se estudian los procesos presupuestarios de Estados Unidos y la Unión Europea no se logra obtener una respuesta tan clara como la que Alesina y Perotti (1996) logran para América Latina. Existe evidencia que pone de manifiesto que los procesos presupuestarios «colegiados» no necesariamente entregan mayores presupuestos que los procesos presupuestarios «jerárquicos» (Erhart et al. 2001). Por otro lado, podría ser que la institucionalidad detallada del proceso presupuestario sea mucho más relevante que la categoría gruesa en que se la pueda clasificar (Von Hagen y Harden 1995).

Asimismo, se puede considerar que niveles elevados de responsabilidad legislativa para el presupuesto, así como la participación legislativa en la supervisión, tienden a estar asociados con la adopción de estándares de ejecución (*benchmarks*) en el plano legislativo y las operaciones del organismo (Bordeaux 2006). Por otra parte, los modelos de economía política del proceso presupuestario de Estados Unidos parecen indicar varias posibles combinaciones de resultados en el presupuesto global, en función del alineamiento político del Ejecutivo con el Parlamento (Grossman y Helpman 2006). En definitiva, no parece haber demasiada evidencia respecto de que la iniciativa parlamentaria es mala en sí misma, sino más bien respecto de la pertinencia de su diseño institucional en el contexto de determinadas correlaciones de fuerzas políticas.

Dado que la cuestión central del problema presupuestario de los países de América Latina ha sido tradicionalmente el problema del fondo común, es natural que las tecnocracias de la región tengan una resistencia natural a las atribuciones del Congreso y de los votantes en cuanto a iniciativa presupuestaria. La otra cara de esta centralización fiscal es que, por lo general, hay menos supervisión del Congreso, menos suministro de información e indicadores, y una centralización de las decisiones presupuestarias que puede atentar contra la eficiencia y probidad en la gestión y ejecución. En Estados Unidos, las legislaturas estatales que se enfrentan a la escasez de información tienden a delegar endógenamente atribuciones de asesoría y de formulación de política en las burocracias (Volden 2002).

Para evitar la tragedia de los comunes o el problema del fondo común, se pueden señalar tres tipos de medidas que contribuyen a evitarla: (i) las restricciones numéricas sobre el monto o la trayectoria del déficit, el gasto público, el endeudamiento o los recursos ahorrados; (ii) las reglas de procedimiento que establecen una separación clara de responsabilidades entre el Ejecutivo y el Congreso en decisiones de presupuesto, y centralizar el control final en el ministro de Hacienda; y (iii) las reglas de transparencia (CEPAL 2007).

En general, los países de América Latina han incorporando restricciones numérica al gasto, el déficit o la deuda (Filc y Scartascini 2006), con las únicas excepciones de Costa Rica, Guatemala y Nicaragua. Como parte de las reglas fiscales, también es importante mencionar los fondos de estabilización fiscal, en su mayoría de reciente creación. Por un lado, existen fondos de estabilización de ingresos de exportaciones de productos no renovables. Este tipo de fondo tiene sus antecedentes en el fondo del cobre chileno (creado a mediados de los años 80) y el del café en Colombia (creado en la década de 1940). Estos fondos buscan generar ahorros, especialmente durante períodos de altos precios, para compensar las caídas de ingresos (fiscales o privados) y para reponer (al menos en parte) el valor del recurso no renovable. Por otro lado, están los fondos de

reserva presupuestarios o de estabilización de ingresos tributarios que se alimentan con ingresos presupuestarios extraordinarios, como las privatizaciones o con los superávits generados en períodos de auge económico. Su objetivo es financiar el gasto fiscal en períodos de recesión. De introducción reciente son los fondos petroleros en Colombia (1995), México (1998), Venezuela (1998) y Ecuador (2002), y los fondos de estabilización de ingresos tributarios de Argentina (1999) y Perú (2000 e incrementado en 2003) (CEPAL 2007).

Por el lado del segundo grupo de medidas –las *reglas jerárquicas o de procedimiento*–, las reformas han sido menos numerosas. Con excepción de Guatemala, en América Latina las legislaturas tienen restricciones para modificar el monto del gasto total o del déficit propuesto por el Ejecutivo. Asimismo, con excepción de seis países (Bolivia, Guatemala, Honduras, Panamá, Perú y Venezuela), es el ministro de Hacienda quien tiene la última palabra en los debates presupuestales, lo cual facilita el control fiscal (CEPAL 2007).

El tercer grupo de medidas presupuestales que debiesen tenerse en cuenta son las *normas de transparencia*. Su importancia reside en que contribuyen a hacer observables las decisiones fiscales y facilitan verificar el cumplimiento de las reglas numéricas. Estas normas han adquirido importancia en la última década, gracias a la expedición de leyes que establecen el libre acceso a la información y la divulgación de resultados fiscales (CEPAL 2007). Cabe señalar que los mejores resultados fiscales están asociados justamente a países que tienen buenas instituciones presupuestales (Filc y Scartascini 2006).

Es muy probable que el desarrollo de las economías de la región las conduzca a mayores grados de complejidad y heterogeneidad tanto política como económica. Es muy posible que a futuro se requiera descentralizar el proceso presupuestario. Se debe, entonces, construir un diagnóstico del estado de la iniciativa presupuestaria de América Latina e indicar la dirección que la reforma institucional debe seguir, a fin de que cuando llegue la descentralización la macroeconomía esté adecuadamente aislada.

2.4. Dos variantes del marcado tributario directo (*earmarking*)

Es importante señalar que el «marcado tributario directo» (*earmarking*) tiene dos tipos de connotaciones que a veces se confunden, por lo cual es necesario distinguirlas.

En su modelo del proceso presupuestario de Estados Unidos, Grossman y Helpman (2006) sostienen que los presidentes con minoría en el Congreso debieran enfrentar límites presupuestarios más claros, mientras que presidentes con mayoría endógena debieran enfrentar muchas más demandas presupuestarias de

parte de los congresistas. Vamos a entender por «marcado tributario» la asociación directa de una partida presupuestaria a la recaudación de un impuesto particular. Hay dos versiones de «marcado» que nos interesan, las que provienen de diferentes contextos de la discusión fiscal. Una de ellas es el clásico «marcado» por una autoridad como un instrumento electoral, la otra es el «marcado» por el contribuyente como un instrumento de elección pública.

La economía política del primer tipo de asignación de ingresos es evidente en presencia de significativas limitantes a la información o racionalidad de los votantes. La asociación de impuestos específicos a partidas de gasto constituye una forma de señalización clara a los votantes del cumplimiento de una promesa de campaña. La asignación puede facilitar la coherencia entre las decisiones de gasto y de financiamiento (niveles de impuestos) por los votantes (McCleary 1991).

Por otro lado, los costos de esta política son bien conocidos (McMahon y Sprankle 1970, 1972; Eklund 1972). En primer lugar, si los precios relativos están cambiando, el gasto real en bienes públicos asignados dependerá de la evolución de los costos en lugar de las decisiones políticas y, casi seguramente, se apartarán de los niveles óptimos. En segundo lugar, incluso en presencia de costos estables, se inhibe el ajuste de la oferta a la demanda de bienes públicos. En tercer lugar, la asignación impide el desvío de fondos y la asignación de ayudas complementarias que a veces requieren las políticas de gasto óptimo y la justicia distributiva.

Además, la existencia de competencia electoral y contestabilidad (alta probabilidad de alternancia) puede crear incentivos para la marcación de impuestos como mecanismo de limitación de la flexibilidad presupuestaria a la fuerza política rival (Brett y Keen 2000; Anesi 2006). La asignación puede ser también un mecanismo racional para proteger programas de la inestabilidad política, la ineficiencia general y la corrupción (McClearly 1991). Por lo tanto, podría darse el caso de que las economías latinoamericanas que muestran más marcación de impuestos sean también las que son relativamente menos estables y con sistemas políticos con mayor probabilidad de alternancia.

Hay, por otro lado, un interesante debate de «elección pública» respecto de la asignación y marcación de impuestos. El argumento aquí es que el financiamiento general de presupuestos limita a los votantes a una decisión sobre el nivel total de gasto en lugar de asignaciones, mientras que la asignación y marcación directa de los contribuyentes podría permitir una mayor alineación entre las preferencias de los contribuyentes y la distribución final del gasto. El argumento se vuelve más difícil de sostener cuando se consideran las imperfecciones del mundo real. Un ejemplo de esto, que es particularmente relevante para los países latinoamericanos, es lo que ocurre cuando hay una desigual distribución de los ingresos y heterogeneidad en las preferencias sobre bienes públicos, que se

correlaciona con el ingreso. Entonces, se puede producir una desviación importante desde la distribución óptima de gasto en bienes públicos (Buchanan 1963; Wilkinson 1994).

A fines de la década de 1980, Colombia tenía más del 50% de los ingresos públicos marcados, lo que es consistente con un sistema político altamente fragmentado y de alta alternancia como el que tenía ese país (McCleary y Uribe 1990). McCleary (1991) pone de manifiesto que, en la práctica, la asignación no ha funcionado muy bien y que la independencia de los fondos asignados es muy difícil de lograr: por ejemplo, los gobiernos solían retener los fondos, no cambiaban índices de precios o impuestos, o simplemente suspendían la asignación de los acuerdos por completo. Por lo tanto, muy pocos de los beneficios teóricos de la marcación parecían ser alcanzados. Aquí, de nuevo, necesitamos un diagnóstico de la magnitud de ambos tipos de asignación de fondos en los marcos fiscales de la América Latina contemporánea, así como una evaluación de la eficacia de estos sistemas en donde han existido.

El sistema presupuestario chileno, por ejemplo, considera inconstitucional el primer tipo de asignación o marcación, mientras que el segundo tipo de asignación de fondos se ve limitada al habitual mecanismo de deducción fiscal en sectores específicos (becas de investigación, la caridad y la capacitación). Está prohibida la marcación de impuestos en forma legalmente exigibles. Sin embargo, en Chile ha aparecido en el último tiempo la práctica política de que todos los aumentos de impuestos se asocian y «venden» junto con aumentos específicos de gasto. Por otra parte, este tipo de marcación «suave» no tiene dientes legales y, por lo tanto, no tiene manera de sobrevivir a la alternancia política.

2.5. Coordinación entre las políticas monetaria y fiscal

El fundamento teórico que sustenta la independencia de los bancos centrales proviene del clásico artículo de Barro y Gordon (1983). La racionalidad habitual detrás de estas teorías, sin embargo, no considera la interacción estratégica dinámica entre el Ministerio de Hacienda y un Banco Central. La clásica justificación de la importancia de coordinación es que en una economía donde los resultados fiscales se ven afectados por la política monetaria y la política fiscal tiene efectos sobre la conducta de la política monetaria, el resultado de bienestar de la política macroeconómica depende crucialmente de la coordinación entre política monetaria y fiscal (Alesina y Tabellini 1987; Von Hagen y Mundschenk 1995, 2003). Estos resultados ponen de manifiesto que los mecanismos estabilizadores (fiscales) automáticos no necesariamente evitan el problema y, por ende, la necesidad de coordinación de políticas macroeconómicas

no puede evitarse. Esto tiene implicancias interesantes para los países federales de América Latina o para los países con otras formas de federalismo fiscal que no se han superado. Modelos cooperativos y no cooperativos de políticas de estabilización fiscal en la presencia de procesos presupuestarios federales al estilo europeo y de política monetaria centralizada, muestran que, por lo general, algún tipo de cooperación o de ejecución centralizado es óptima (Van Aarle et al. 2001, 2002; Lambertini y Rovelli 2001).

El equilibrio relativo de fuerzas entre las autoridades fiscales y monetarias en Chile es una característica particular de este país, que se asemeja a las economías desarrolladas. El Banco Central y el Ministerio de Hacienda en Chile han tenido muy pocas confrontaciones públicas respecto de la conducción macroeconómica en las últimas dos décadas. Lo normal ha sido que se encuentren maneras de entablar negociaciones privadas que se traducen en una política macroeconómica coordinada. Sin embargo, este equilibrio parece frágil y particularmente susceptible a los desequilibrios macroeconómicos. Más aun, es justamente en el contexto de la crisis asiática de 1998 cuando la relación se rompió. Las dos instituciones no fueron capaces de resolver sus diferencias y el resultado fue una combinación de políticas fiscales expansivas y un aumento de los tipos de interés que generaron graves daños a importantes sectores de empresarios frágiles.

El resultado de la combinación de regímenes es: mayores grados de libertad para el tipo de interés del Banco Central y menos problemas de coordinación, ya que se disminuye sustancialmente la libertad de la política fiscal.

Una forma de coordinación es la subordinación de un organismo a otro. La mayoría de las economías de América Latina tienen una subordinación de la política monetaria al Ministerio de Hacienda sin indicios de una tendencia hacia la independencia del Banco Central (como en Brasil y Argentina); o una dominación política del Banco Central sobre la política fiscal. Un caso dramático es el de la República Dominicana, donde la política fiscal está totalmente subordinada a la política monetaria. El presupuesto, en este caso, es un residual de las decisiones de política monetaria. Esto puede no ser el resultado de una simple circunstancia. Es posible que, de hecho, exista una justificación de los regímenes subordinados en fases de estabilización (Lambertini y Rovelli 2003), y parece bastante claro que en el caso de varias economías de América Latina el «subordinador» en esta fase debería ser el Banco Central. Por otro lado, existen situaciones en las que es posible que se necesite «transitar de subordinador». No es evidente qué tipo de arreglo institucional podría facilitar esa transición, especialmente si la economía política de los países en cuestión conduce a la necesidad de limitar la capacidad del Parlamento de fijar (y por ende modificar eventualmente) metas a los bancos centrales.

Aquí, una vez más necesitamos una revisión de la institucionalidad de América Latina. En primer lugar, intentando clasificar los niveles de independencia macroeconómica, la coordinación o subordinación de los bancos centrales. Teniendo en cuenta la experiencia europea, se debe prestar especial atención a las dificultades de la coordinación fiscal y monetaria en el contexto del federalismo fiscal.

2.6. Prociclicidad

América Latina se ha caracterizado por políticas procíclicas, las cuales aumentan la probabilidad de caer en una situación de incumplimiento de pagos (Gavin y Perotti 1997; Catao y Sutton 2002). Sin embargo, hay muchas pruebas de que este fenómeno no solo está generalizado en todas las economías emergentes, sino que también está presente en los países desarrollados (ver Alesina y Tabellini 2005; Talvi y Végh 2004). Los flujos netos de capital son procíclicos para la mayoría de los tipos de países, las economías emergentes muestran políticas monetarias y fiscales procíclicas, y en los mercados emergentes las políticas fiscales están altamente correlacionadas con la disponibilidad de financiamiento externo (Kaminsky et al. 2004).

Estos resultados parecen ser sólidos y, de hecho, se encuentran en consonancia con el sentido común empírico de la mayor parte de los economistas de la región. Sin embargo, darles a estos hechos estilizados una explicación teórica es aún un desafío. Por ejemplo, para explicar la prociclicidad de los flujos internacionales de capital (especialmente en el caso de las pequeñas economías emergentes) se deben construir modelos de contagio financiero internacional entre los mercados emergentes, como los que han sido documentados por Forbes y Rigobón (2001) y Edwards y Rigobón (2002), al estilo del modelo de Pavlova y Rigobón (2005).

En América Latina, específicamente, cuando las autoridades fiscales interactúan con las instituciones multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), entran en algún tipo de reestructuración de la deuda por la cual, en general, tienen que cumplir con un superávit fiscal ad valórem. Si los ingresos fiscales son procíclicos, el cumplimiento de los términos establecidos en el paquete de reestructuración puede significar gastos procíclicos y, por ende, se observará prociclicidad en los países que se encuentran frecuentemente en estos procesos de reestructuración. Una interesante posibilidad es estudiar un nuevo diseño de procedimientos de reestructuración, de modo que incluyan metas fiscales estructurales en lugar de objetivos *spot*.

Varias preguntas interesantes surgen para estudiar en el contexto de las economías latinoamericanas. En primer lugar, se podría estudiar teórica y empíricamente qué tipo de sistemas fiscales son más procíclicos (Talvi y Végh

2005). En principio, pareciera que impuestos al consumo o sobre el valor agregado deben ser menos procíclicos que los impuestos sobre la renta (dado que los beneficios y las inversiones suelen ser el componente más procíclico de la demanda agregada). En segundo lugar, se podría analizar si hay heterogeneidad en la prociclicidad de los flujos de capital, y cuáles son los factores determinantes de esa prociclicidad (Kaminsky et al. 2004).

2.7. Reputación, credibilidad e intolerancia a la deuda

La historia de los países en el cumplimiento de las obligaciones de deuda puede predecir la capacidad de parte de una nación para sostener niveles de deuda en el futuro (Reinhart et al. 2003; Bordo y Meissner 2005a y 2005b). El argumento aquí es que los países que regularmente incumplen sus compromisos de deuda se vuelven incapaces de contratar deuda en los mercados internacionales y desarrollan «intolerancia a la deuda». Los países con intolerancia a la deuda tienden a tener un acceso más caro a los mercados de capitales internacionales (Borio y Packer 2004). Esto significa que los países que quieren restablecer una relación eficiente con los mercados internacionales de crédito tienen que invertir mucho en los signos visibles de solvencia inferior a las primas de riesgo que el mercado les demanda.

Si bien lo anterior no es posible de objetar realmente desde un punto de vista normativo, resulta enormemente desafiante de lograr en la práctica. Los problemas de economía política que se presentan en este caso son clásicos, pero son especialmente difíciles por componerse de inconsistencia temporal en sistemas políticos con alternancia y problemas de fondo común en la presencia de federalismo fiscal. La credibilidad del Estado, en particular frente a los mercados de capitales globales, es un bien público para las personas e instituciones de un país. Asimismo, el beneficio para una agencia o un Estado federal de invertir en ello se diluye en el tiempo (los beneficios están en el futuro) y se reparte entre muchas agencias o unidades descentralizadas. La solución de equilibrio es, nuevamente, proveer menos de este esfuerzo del óptimo necesario.

2.8. Corrupción, informalidad y evasión

La tradicional maldición de las economías emergentes ha sido siempre la corrupción, la informalidad y la ausencia del imperio de la ley (una de cuyas expresiones particulares más problemáticas, desde un punto de vista macroeconómico, es la evasión de impuestos). A este tipo de temas se les llama problemas

de gobernancia (Kaufman 2003). Según los indicadores de gobernabilidad de Kaufman et al. (2005, 2006), la mayor parte de los países de América Latina se encuentra en el rango de percentiles 25 al 50 del índice de Estado de Derecho. Tres países (Honduras, Ecuador y Paraguay) están en el rango de percentiles 10 al 25, y Venezuela es inferior al percentil 10. Costa Rica y Uruguay se encuentran en el rango de percentiles 50 al 75 y Chile en el rango 75 al 90. Según este índice, como región América Latina tiene solamente mejores índices del imperio de la ley que África y el Medio Oriente. Las consecuencias económicas son claras: los índices de corrupción predicen significativamente los premios al riesgo en los bonos soberanos (Ciocchini et al. 2003); es decir, los países más corruptos pagan primas más elevadas en los mercados de capitales. Tanto la democracia como el imperio de la ley son buenos predictores del rendimiento económico. Sin embargo, parece que el imperio de la ley tiene mucho más impacto sobre el ingreso (Rigobon y Rodrik 2004).

Los latinoamericanos son muy conscientes de los niveles de corrupción de sus países. Estos niveles de corrupción tienen efectos peligrosos sobre la determinación del sentimiento público hacia la política democrática (Canache y Allison 2005), y en este sentido, niveles de corrupción generalizados pueden afectar a las instituciones que los países tienen. La corrupción en el sector privado provoca un desplazamiento de los votantes de las políticas redistributivas hacia las políticas de mercado, generando un efecto de mediano plazo sobre el crecimiento económico (McCulloh y Di Tella 2002). En un contexto más general de acciones públicas y privadas opacas y de baja credibilidad por parte de la ciudadanía, es posible imaginar una situación en la que los ciudadanos opten por privilegiar políticas generales distributivas fácilmente verificables frente a políticas más focalizadas y óptimas, diseñadas considerando un contexto de heterogeneidad.

La otra cara de este problema se asocia al hecho de que los elevados niveles de corrupción pueden determinar o limitar las opciones de diseño de sistemas de impuestos óptimos. Por ejemplo, los intentos que se han hecho en años recientes en México y en Colombia por generalizar el uso del impuesto al valor agregado como un modo de mover la estructura tributaria hacia una forma que introduzca menos distorsiones a la economía, se encontró con dos tipos de objeciones que las hicieron fracasar. La primera objeción fue que este tipo de reformas hacía más regresiva la distribución de la carga tributaria. La respuesta fue introducir un sistema explícito de compensaciones sociales progresivas que balanceara el efecto regresivo de la reforma tributaria. Es interesante notar, a la luz de la discusión anterior, que este es un caso de «marcado» de impuestos que hubiera posibilitado una reforma tributaria óptima (o al menos procrecimiento) en el corto plazo con un potencial problema futuro asociado a la imposibilidad de asociar los incrementos en el impuesto al valor agregado a otros gastos del

Estado. De todos modos, esta no fue la razón principal por la cual fracasaron estas reformas, sino la percepción política de que el proceso de redistribución hubiera fomentado la corrupción y el clientelismo político. Como vemos, una reforma claramente positiva desde el punto de vista tributario y macroeconómico fracasa como resultado de los altos niveles de percepción de corrupción.

La literatura ha explorado también la otra dirección de causalidad: la abundancia de recursos naturales genera rentas que incentivan comportamientos que, al final, generan altos niveles de corrupción (Leite y Wiedmann 1999).

Hay muchos datos acerca de la corrupción, la informalidad y el imperio (o no imperio) de la ley para los países de América Latina. La gran pregunta es, más bien, qué pueden hacer los países para reducir sustancialmente estos niveles. La evidencia sugiere que los niveles de corrupción generan dificultades significativas a la política macroeconómica.

3. Gobernabilidad monetaria y cambiaria

En la sección anterior hemos revisado algunas de las dificultades respecto del lograr explotar las complementariedades que tienen la política monetaria y fiscal. Esta sección revisa el rol macroeconómico propio de la política monetaria y los diversos tipos de dificultades que se enfrentan cuando se trata de mantener los objetivos de estabilización de largo plazo contra las dificultades e inconsistencias que puede generar la existencia de *trade-offs* de corto plazo.

3.1. El rol macroeconómico clásico de la política monetaria en América Latina

En general, uno puede clasificar las fluctuaciones de la economía como provenientes de tres fuentes: *shocks* a la oferta agregada, variaciones de la demanda agregada y cambios en los niveles de ingreso permanente derivados de fluctuaciones de los términos de intercambio. Las variaciones de la demanda agregada son más frecuentes y se derivan predominantemente de los cambios en los estados de ánimo y las expectativas que mueven la demanda de inversión y de consumo durable. Los *shocks* de la oferta (petróleo) o del ingreso (*commodities*) son menos frecuentes y tienden a ser más dramáticos. Esto implica que lo normal son las turbulencias de demanda y que los otros *shocks* son más bien eventos cataclísmicos que dejan secuelas o inspiran transformaciones institucionales. El rol clásico de la política macroeconómica es el enfrentar estas fluctuaciones, intentando moderarlas.

Las fluctuaciones en sí mismas

En principio, en una economía de mercados perfectos y completos, las fluctuaciones no tendrían por qué ser vistas como nocivas. De hecho, existe una larga literatura que proviene de los escritos clásicos de Schumpeter (1939 y 1942) en que se destaca cómo los ciclos económicos son un fenómeno endógeno de una economía dinámica en un proceso de crecimiento y que incluso las fluctuaciones exógenas pueden presentar oportunidades para el proceso de creación destructiva que da sustento al proceso de crecimiento económico.

En una economía con mercados financieros incompletos, en cambio, junto con las virtudes de las fluctuaciones puede haber significativos costos en ineficiencias y en efectos distributivos nocivos. En particular, si es que existe heterogeneidad entre los empresarios en su acceso a liquidez, de modo que los empresarios de menor tamaño y con menos capital tienden a tener un acceso restringido al crédito en momentos de estrechez macroeconómica, entonces será perfectamente posible que los períodos recesivos o de contracción del crédito sean también períodos en que se pierdan y desarmen proyectos productivos eficientes desde un punto de vista social. Un ciclo económico de menor amplitud disminuye la posibilidad de que se destruyan proyectos productivos eficientes. En una economía con agentes que enfrentan información asimétrica al realizar transacciones financieras, un ambiente volátil genera enormes dificultades para distinguir entre proyectos buenos y malos. Al observar la fluctuación en las tasas de retorno proyectadas de un proyecto productivo, es relativamente más difícil distinguir si se trata de fluctuaciones de la economía en general o del proyecto en sí mismo. Esto limita la disponibilidad de fondos para la inversión.

En definitiva, existe un rol para la política macroeconómica en general de limitar las fluctuaciones de la economía, independientemente de sus efectos inflacionarios. Ahora, dado que los ciclos y fluctuaciones tienen un rol diluyente en la economía, el objetivo de la política macroeconómica no debe ser la estabilización completa del ciclo, sino su moderación.

El problema de la inflación

La otra razón por la cual es importante evitar las fluctuaciones de la economía es que economías más volátiles tienden a tener en promedio inflaciones más elevadas. De hecho, esta correlación es tan directa que muchos estudios macroeconómicos usan la tasa de inflación como una variable proxy directa de inestabilidad macroeconómica.

La razón por la cual la volatilidad genera mayores niveles de inflación, es que cuando hay un *shock* a los precios, estos se demoran en ajustarse a sus nuevos niveles de equilibrios debido a una serie de rigideces legales y prácticas que, por lo general, resumimos bajo el concepto semántico de «indexación», pero que genéricamente constituyen diferentes mecanismos que generan persistencia inflacionaria. La «indexación» o la «persistencia» refleja que hay fijadores de precios o salarios que no se resignan a aceptar que sus precios hayan caído en términos reales y que tienen que consumir menos cuando hay un *shock* positivo a la inflación. Esto tiende a ser cierto tanto para los trabajadores que deben aceptar rebajas en sus salarios reales como para los empresarios que fijan precios y márgenes para sus productos. Lo anterior hace que la inflación tenga cierta persistencia y tenga el potencial de generar períodos relativamente prolongados de incertidumbre en precios relativos e inestabilidad, los que pueden terminar afectando el crecimiento potencial. Esta explicación de por qué la inflación se demora en caer se conoce como «modelo de islas de Lucas.»

En el modelo de islas de Lucas, los agentes requieren asumir los costos reales en el corto plazo para decidirse a ajustar los precios reales; entonces, en el corto plazo se genera una relación de pendiente negativa entre la inflación y la tasa de desempleo que es conocida tradicionalmente como curva de Phillips Phelps. Esto impulsa la tentación de las autoridades macroeconómicas a generar o tolerar *shocks* de demanda que incrementen la inflación en el corto plazo, generando una reducción transitoria en la tasa de desempleo. El problema es que una vez adoptada tal medida, se incurre en el riesgo de entrar en un ciclo adictivo que le genera persistencia a la inflación y por ende se vuelve gradualmente difícil devolver la economía a sus niveles anteriores. Existe un extenso cuerpo de literatura que ilustra cómo los costos de mediano y largo plazo de este tipo de políticas (de aceleración y desaceleración de la inflación) son muy superiores a los beneficios de corto plazo. La inconsistencia dinámica que genera la posibilidad de que autoridades macroeconómicas transitorias exploten este *trade-off* de corto plazo es una de las principales razones por las cuales en la mayor parte del mundo (y en varios países de América Latina) existen bancos centrales independientes, con un ciclo de gestión y de recambio de oficiales sustancialmente más largo que el ciclo político electoral de sus países.

Si la mayor parte de las fluctuaciones (o al menos las de mayor frecuencia) vienen del lado de la demanda, entonces el Banco Central puede, moviendo la tasa, ayudar a neutralizarlas con el objeto de mantener anclada la inflación. Las virtudes de la política monetaria frente a este tipo de fluctuaciones son evidentes: es un instrumento mucho más flexible que la política fiscal y, por lo tanto, puede responder con mayor rapidez a las fluctuaciones de la demanda agregada.

Además, a pesar de que la principal fuente de variación de la economía es la demanda agregada, resulta crítico para el diseño operativo de la política monetaria si es que es la demanda por bienes o la demanda por activos el componente más volátil de la demanda agregada. El resultado clásico de Poole nos entrega una racionalidad de por qué la mayor parte de los bancos centrales del mundo conduce este proceso con tasas y no agregados monetarios. Ese modelo muestra cómo es óptimo conducir la política monetaria con tasas de interés cuando la demanda por dinero (o de activos) es relativamente volátil comparada con la demanda de bienes.[1] A medida que los mercados de capitales se han vuelto más volátiles y cambiantes a nivel global, se ha vuelto generalizado el uso de tasas de interés, incluso en el mundo desarrollado.

Hay suficiente evidencia en relación a que (controlando por un vector relativamente completo de características y circunstancias) los países con mayores niveles de inflación tienden a crecer menos. También es efectivo que los países con elevadas tasas de inflación tienden a tener tasas relativamente más volátiles: ambientes elevados de inflación generan incertidumbre respecto al valor de los activos líquidos. Esto implica que se reducen los incentivos para especializarse, transar y contratar, lo que redunda en menor crecimiento económico. La existencia de inflación y su volatilidad generan costos particularmente nocivos en el caso de la inversión. En el caso de esta última, la incertidumbre inflacionaria genera la existencia de primas de riesgo sobre las tasas largas que reducen la inversión y generan límites al crecimiento económico. Pero no solo eso, sino que para los empresarios que tienen que decidir en qué tipo de actividades invertir, se tienden a generar incentivos para invertir en áreas en las que existe algún grado de certeza en cuanto a los retornos reales futuros esperados. Esto implica que se reduce la inversión en sectores relativamente innovadores donde existe gran potencial de crecimiento.

Finalmente, desde una perspectiva latinoamericana, donde la inequidad es un problema estructural de profundas consecuencias políticas, resulta importante recordar que la inflación actúa como un impuesto regresivo, por lo que contribuye a hacer persistir la desigualdad. Las personas de menos ingresos tienen menos protección frente a la inflación porque usualmente no poseen activos reales, suelen mantener activos líquidos y contratar en precios nominales. Incluso tiende a ser cierto que los mecanismos de indexación, sean formales o informales, contratados o implícitos, suelen estar más disponibles

---

1 Tradicionalmente se usaba este modelo para justificar por qué era óptimo tener políticas monetarias que usaban los agregados monetarios como instrumento en los países desarrollados (donde presumiblemente eran más estables las demandas por activos), y, en cambio, era óptimo conducir la política monetaria con tasas de interés en los países emergentes.

para trabajadores de ingresos relativamente altos y menos para trabajadores de menor productividad y remuneración.

Por otra parte, no es óptimo tener inflación cero (como postulaba Milton Friedman). La existencia de inflación posibilita un mecanismo clásico de liquidación del valor de activos y la reducción de salarios reales de trabajadores involucrados en actividades de relativamente baja productividad y que deben ser reasignados como parte del proceso de crecimiento económico (un fenómeno que se conoce como «grasa en las ruedas»). Adicionalmente, permite que la tasa de interés sea reducida a niveles negativos en caso de que sea requerido un estímulo importante a la demanda agregada. La existencia de un nivel mínimo de inflación deseable ha llevado a que los bancos centrales intenten estructurar sus políticas monetarias en torno al logro de un cierto rango de inflación tolerable. A este tipo de marcos de política se les conoce como metas de inflación y han crecido en popularidad en las últimas décadas.

La trinidad imposible

La trinidad imposible es uno de los resultados teóricos más poderosos de la macroeconomía de las economías abiertas, debiendo su existencia a Mundell y Fleming (ver Mundell 1962, 1963). La idea es que es imposible sostener al mismo tiempo una economía con: (i) apertura de la cuenta de capitales, (ii) tipos de cambios fijos y (iii) política monetaria autónoma. La razón es que si se intenta en este contexto cambiar las tasas de interés o la cantidad de dinero, se generan oportunidades de arbitraje que generan flujos de capitales que buscan monetizarse. La presión monetizadora de estos flujos de capitales obliga al Banco Central a escoger entre su nueva política monetaria y el nivel en que se encuentra fijado su tipo de cambio. Se puede tener un tipo de cambio fijo o política monetaria autónoma, no las dos cosas al mismo tiempo. Si es que existen beneficios macroeconómicos de tener un tipo de cambio estable y predecible, estos deben ser comparados con los beneficios de tener una política monetaria autónoma.

La lección de Mundell y Fleming es que la política estabilizadora óptima consiste en fijar el tipo de cambio únicamente cuando la volatilidad de la economía proviene fundamentalmente del mercado del dinero. En ese caso, los flujos de capitales en busca de monetización o saliendo de ella actuarán para estabilizar la oferta de dinero y, por ende, la demanda agregada en forma automática. En este caso, el instrumento idóneo para estabilizar la demanda desde un punto de vista teórico es la política fiscal, la que tiende a generar fluctuaciones cambiarias que refuerzan la dirección de movimiento que lleva. Por ello, si

la volatilidad proviene de la demanda por bienes, entonces los flujos de capitales exacerbarán las fluctuaciones de la demanda y la política estabilizadora óptima será dejar el tipo de cambio flexible e implementar una política monetaria activa que busque estabilizar la demanda.

Es frecuente encontrar en la experiencia histórica de América Latina el intento por usar el tipo de cambio fijo como un instrumento antiinflacionario. Por lo general, lo han usado países con un agudo problema de hiperinflación, de raíces fiscales. La teoría detrás de todas estas intervenciones ha sido siempre la de intentar hacer converger la tasa de inflación local a la de la economía internacional. En teoría, si se tiene un tipo de cambio fijo se maximiza la efectividad de la política fiscal sobre la demanda agregada. Por ende, la fijación del tipo de cambio junto con un mayor control fiscal era vista como una fórmula rápida para estabilizar estas economías. Desafortunadamente, el problema de estos programas de estabilización es que no han sido acompañados de planes de austeridad fiscal lo suficientemente severos, lo que genera un problema de retraso cambiario en que las presiones de gasto generan presiones devaluadoras que se acumulan en el tiempo hasta que finalmente explotan. Sin embargo, a pesar de ello y de significativas reversiones que se producen por lo general al final de estos procesos, se debe reconocer que en general estos procesos han servido para normalizar países con emergencias hiperinflacionarias.

En la práctica, desafortunadamente, el uso permanente de una política de tipo de cambio fijo se ha vuelto poco viable. Hay dos razones: primero, que la política fiscal tiene serias dificultades para actuar con la frecuencia temporal de los *shocks*, por lo que si bien puede ser el instrumento teórico óptimo, resulta inútil en la práctica; segundo, porque si es extremadamente difícil definir en forma regulatoria un precio cualquiera, eso es aun más cierto para el tipo de cambio, por lo que el establecimiento de un cambio fijo durante un período prolongado tiene el peligro de generar una desalineación cambiaria (y en definitiva de la totalidad del valor de los activos de una economía) significativa que puede generar un peligro latente de crisis financiera.

3.2. Instrumentos versus metas

En la evolución de las modas en cuanto a regímenes cambiarios y monetarios, durante la última década ha habido un cambio masivo de régimen en el mundo entero, pero particularmente intenso en América Latina, hacia variaciones de institucionalidades con flotación libre y metas de inflación (Schmidt-Hebbel 2006). Alrededor de 1990, entre un 10% y un 15% de las economías se encontraban con regímenes cambiarios flotantes, mientras que hacia 2004

aproximadamente un 50% de las economías caían en esa categoría (Babula y Otker-Robe 2002; IMF 2001). Según IMF (2001), en 1999 solo había 8 regímenes de metas de inflación en el mundo, mientras que hacia el 2004 este número había aumentado a 21. Dadas las señales recientes de la nueva presidencia de la Reserva Federal y el buen desempeño mostrado por los países con regímenes de metas inflacionarias más antiguos, es muy probable que observemos una continuación de esta tendencia. Seguramente veremos un número incremental de bancos centrales con metas de inflación, sin metas cambiarias explícitas pero con grados variables de intervención ad hoc, tasas de interés como instrumentos principales y muy poca política de reservas.

Sin embargo, no está claro que todos los bancos centrales de América Latina estén transitando necesariamente hacia esta combinación de políticas. En algunos casos, los bancos centrales aún tienen objetivos reales (de crecimiento y desempleo) implícitos o explícitos. En otros casos, los ciclos políticos hacen poco creíble que los países transiten hacia situaciones de normalidad monetaria. En algunos países latinoamericanos, con un menor grado de diversificación de su estructura exportadora, el impacto cambiario de los *booms* de precios de *commodities* puede continuar siendo una barrera que no permita al Banco Central comprometerse libremente con un régimen cambiario todo lo libre que quisiera. Finalmente, dadas las complementariedades que existen entre la política monetaria y cambiaria con la política fiscal y la institucionalidad de regulación financiera, no es claro que todos los países estén en condiciones de transitar a grados elevados de flexibilidad cambiaria y metas inflacionarias de mediano plazo.

Por ende, si bien es bastante evidente que se está construyendo un consenso profesional en cuanto al tipo de combinación de políticas monetaria y cambiaria hacia los que deben converger los países, no es evidente la velocidad de transición que dicha transición debe tener ni los requerimientos institucionales que requiere una transición hacia ese tipo de políticas.

3.3. Independencia de los bancos centrales

Es evidente que los bancos centrales de América Latina han aumentado sustancialmente sus grados de independencia legal durante la década de 1990.[2]

La evidencia tradicional muestra que hay una correlación negativa significativa entre el grado de independencia del Banco Central (medido a través

---

[2] Un índice de independencia de bancos centrales para América Latina se puede encontrar en Cukierman (2006)

del Índice de Cukierman) y los niveles de inflación, pero que esa correlación desaparece en el caso de las economías emergentes (Alesina y Summers 1993). Esta diferencia se puede deber a las enormes discrepancias existentes entre las definiciones legales de independencia y los grados efectivos de independencia (Cukierman 2006). Por ejemplo, existe evidencia de que la correlación negativa entre inflación e indicadores cualitativos de independencia es mucho más robusta (aunque los indicadores cualitativos de independencia tienen grandes limitaciones). La evidencia muestra que en los países desarrollados ni el crecimiento ni la inversión son más bajos cuando hay bancos centrales independientes (Alesina y Summers 1993), y que, más aún, tienden a ser más altos entre los países en desarrollo. Por ende, se puede decir con bastante claridad que la independencia de los bancos centrales es una característica institucional deseable, siempre que se practique en forma efectiva y no sea simplemente una formalidad legal.

En muchos países latinoamericanos, la independencia de los bancos centrales es inexistente o puramente formal. Sin embargo, algunos bancos centrales de la región tienen una historia relativamente larga de independencia, la que ha hecho cobrar importancia a la obligación de rendir cuentas (*accountability*). Para que la independencia del Banco Central tenga algún significado, las autoridades monetarias deben tener, asimismo, algún grado de aislación respecto de las autoridades electas. Sin embargo, como las reservas del Banco Central y el monopolio de la emisión son la propiedad soberana de la ciudadanía, deben existir mecanismos mediante los cuales la población pueda ejercer un control. De Gregorio (2007) muestra que la existencia de un horizonte de meta y una banda implícita contiene un objetivo de crecimiento en el sentido de que, a su vez, habría una banda de tolerancia implícita alrededor del crecimiento potencial y el pleno empleo. Este argumento muestra que los bancos centrales son agentes políticos racionales. Sin embargo, existen pocos argumentos para sostener que un Banco Central que se encuentra en su estado estacionario inflacionario deba determinar solo la meta inflacionaria, la generosidad de la banda que rodea a la meta inflacionaria y, por ende, la banda implícita que rodea el crecimiento potencial.

Sin embargo, la realidad de los bancos centrales independientes en mercados emergentes es compleja. Las autoridades monetarias, incluso las que viven en un marco institucional de relativa independencia, usualmente tienen que enfrentar problemas significativos de credibilidad derivados de una larga historia de mal comportamiento monetario, de modo que se ven obligadas a articular estrategias activas de ganancia de credibilidad. Esto incluye usualmente una clara asimetría y un sesgo negativo en las estrategias de metas de inflación y un proceso de transición durante el cual la política monetaria tiene, en verdad,

efectos significativos sobre la actividad económica. Los costos de transición hacia un régimen monetario creíble pueden ser sustanciales, lo que hace relevante la pregunta económica de cómo distribuir los efectos negativos en el tiempo. La experiencia latinoamericana con convertibilidad y tipos de cambio fijos muestra claramente cómo estrategias excesivamente agresivas de reducción de inflación pueden no ser políticamente sustentables. Es enteramente razonable que este mismo tipo de *trade-off* se encuentre presente en el proceso de adquisición de reputación por parte de un Banco Central que haya adquirido recientemente su independencia. Dado lo deseable que parece ser el contar efectivamente con un Banco Central independiente, podría ser doblemente trágico que un proceso de transición hacia dicha independencia sea truncado debido a la impericia en el manejo de la transición.

Finalmente, es importante recordar que no es posible concebir un proceso de independencia de un Banco Central sin la colaboración institucional de una política fiscal consistente y responsable, del mismo modo que en antaño no era posible concebir regímenes de convertibilidad cambiaria sin reformas fiscales creíbles y sustentables. Luego, un proceso de independencia de un Banco Central no puede ser concebido como un elemento aislado de la política económica, sino que debe considerarse como parte de un paquete de reformas institucionales. Es indudable, por ejemplo, que el proceso de consolidación de la independencia del Banco Central de Chile fue ayudado sustancialmente no solo por una política e institucionalidad fiscal responsables, sino por una activa y clara decisión política de sostener la independencia incluso en los casos en que el Ministerio de Hacienda tenía atribuciones para intervenir sobre el funcionamiento del Banco Central.

En resumen, la independencia de los bancos centrales es una característica institucional deseable para los países emergentes; sin embargo, hay menos consenso en cuanto a las características que debiera tener la transición hacia un régimen de independencia monetaria plenamente creíble y políticamente sustentable.

3.4. El pecado original

Las economías emergentes por lo general se financian en el extranjero mediante la emisión de deuda denominada en dólares o a través de la emisión de bonos denominados en dólares. Hay dos tipos de explicaciones para este fenómeno (Eichengreen et al. 2003). Una escuela de pensamiento, relacionada con la teoría de «intolerancia de deuda», que discutimos previamente, plantea que la razón por la cual los países no pueden emitir deuda denominada en moneda

local se explica por debilidades políticas e institucionales que aumentan excesivamente los riesgos involucrados en la inversión en esas monedas. La implicación de políticas de esta hipótesis alude a que se necesitan las mismas mejoras institucionales de las que hablamos cuando estudiamos los temas fiscales. Es decir, si es que la «intolerancia de deuda» es el principal problema, entonces la reforma institucional producirá una mayor credibilidad en la estabilidad de la moneda, y la eventual emisión de bonos denominados en moneda local.

La segunda hipótesis es conocida como «pecado original» y se encuentra formulada originalmente por Eichengreen y Hausmann (1999). Constituye uno de los pilares teóricos detrás del diseño de esquemas de independencia del Banco Central en países emergentes. La idea radica, básicamente, en que de algún modo u otro, los mercados financieros internacionales terminan discriminando en contra de los bonos emergentes emitidos en moneda local. El grado de discriminación es tal, que este tipo de bonos nunca son emitidos y los países terminan emitiendo bonos denominados en dólares, lo que los obliga a tener una política cambiaria y genera oportunidades de especulación a agentes privados que se encuentran en posiciones ventajosas para usar y abusar de mecanismos de seguro cambiario implícitos y explícitos.

Las consecuencias del «pecado original» son muy serias, ya que este disminuye la posibilidad de que los países sostengan déficits de cuenta corriente y, por ende, que converjan rápidamente (Özmen 2004). Una de las consecuencias políticas es la llamada hipótesis del «medio excluido» (Frankel et al. 2000), por la cual los países emergentes se ven forzados a fijar su tipo de cambio como un mecanismo para rodear el problema generado por el «pecado» y, por ende, solo países «redimidos» pueden flotar. Además, los efectos de las devaluaciones son complicados debido a que hay efectos positivos (desplazamiento de gasto) que pueden contrarrestar los efectos negativos sobre la solvencia del país (Céspedes et al. 2002). Así pues, es posible para países con niveles moderados de deuda, pero con un grado importante de integración a los mercados mundiales, reducir los efectos del «pecado original».

Hay dos recomendaciones racionales de política económica en este caso. La primera está dirigida a la superación del «pecado original», es decir, a la «redención»; esto requiere un *overkill* institucional diseñado como una estrategia de diferenciación del mercado emergente particular de la masa de países comparables. En un sentido, se trata de verse lo más escandinavo posible, de modo que los mercados de capitales internacionales terminen por olvidar el pasado. La segunda estrategia se conoce como «vivir en el pecado» y consiste en tener una estrategia para reducir la probabilidad de crisis financieras. Esta segunda posibilidad es muy importante, ya que existe muy poca evidencia de países que hayan logrado en efecto superar el «pecado original». Históricamente, solo

algunos de los países que han estado expuestos al pecado original han sido capaces de evitar las crisis, principalmente los países escandinavos y antiguas colonias británicas (Bordo y Meissner 2005a, 2005b).

Existe evidencia de que en el siglo XIX, la mayor parte de los países del mundo parecía emitir sus deudas en libras esterlinas sin mediar la calidad de las instituciones. Paradójicamente, los disciplinados y responsables países escandinavos emitían en libras esterlinas, mientras que imperios extravagantes y fiscalmente irresponsables como Rusia y Austria-Hungría terminaban emitiendo en sus propias monedas (Flandreau y Sussman 2004). Estos autores apoyan la noción de que solamente los países que terminan emergiendo como potencias mundiales pueden escapar al «pecado».

Los tipos de cambio flexibles junto con las fuertes instituciones macroeconómicas no parecen ser suficientes para sobreponerse al «pecado». Más aun, existe la noción de que la redención puede ser únicamente alcanzada por un esfuerzo regulatorio en los mercados financieros globales.

La pregunta relevante para los países emergentes parece ser si será más conveniente intentar una estrategia de *overkill* institucional para sobreponerse al «pecado» o si tiene más sentido implementar una estrategia de «vivir en el pecado». Finalmente, parece relevante entender cuáles son las características institucionales de los mercados de capitales (mecanismos de seguro macroeconómico) que les permitirían a los países emergentes superar el «pecado».

3.5. Credibilidad, anclas nominales e inconsistencia dinámica

La falta de credibilidad de la política monetaria en los mercados emergentes es, naturalmente, una consecuencia del clásico problema de inconsistencia dinámica o de la argumentación de la independencia de objetivos del Banco Central (Barro y Gordon 1983). Aquellos países con sistemas políticos inestables o falta de mecanismos de rendición de cuentas van a estar sujetos a administraciones que jugarán un juego de pozo común (o de tragedia de los comunes) con cada uno sobre el recurso común de la credibilidad. El resultado es que los agentes terminan esperando que los gobiernos utilicen cualquier *trade-off* disponible entre inflación y desempleo y, por ende, terminan haciéndolo cada vez que alguna ventaja de información se los permite. Dado que las ganancias de no hacerlo usualmente son percibidas por futuras administraciones y los votantes medianos no son muy sofisticados en términos económicos, hay pocas razones para no hacerlo. Blinder (2000) aplica una encuesta a banqueros centrales y economistas, y afirma que hay un acuerdo generalizado respecto a que la credibilidad hace menos costosa la inflación, ayuda a mantener baja la

inflación una vez que está baja, resulta más fácil defender la moneda cuando se necesita hacerlo y ayuda a mantener el apoyo político a la independencia del Banco Central.

En relación a la credibilidad de las anclas nominales en los mercados emergentes que han pasado por crisis financieras significativas, se encuentra que no se puede esperar que la recuperación de la credibilidad se alcance únicamente mediante la política monetaria. Además, las tasas de interés flotantes han sido una herramienta relevante en países con un historial de inflación baja, los tipos de cambio fijo han tendido a ser usados en países con un peor historial macroeconómico y las metas de inflación han sido menos frecuentes que cualquier otro tipo de metas monetarias (Berg et al. 2003).

Sin embargo, la historia macroeconómica de América Latina no es solamente sobre la recuperación de la credibilidad de anclas después de crisis, sino que también sobre las dificultades cotidianas de los países en la operatoria de anclas incluso en la ausencia completa de crisis y problemas. Calderón y Schmidt-Hebbel (2003) y Calderón et al. (2004) señalan que la credibilidad es un prerrequisito para la adopción de una política macroeconómica anticíclica. Edwards (1998) –para el caso de Mexico, Chile– y Gurtner (2004) –para el caso de Argentina– han enfatizado los peligros de implementar estabilizaciones agresivas en la ausencia de ganancias previas en credibilidad; aunque ellos usan una medida general de credibilidad, como es el riesgo país, que no muestra necesariamente la credibilidad de las anclas nominales.

La distinción clave es, por supuesto, entre la política monetaria de estado estacionario y la política monetaria de convergencia. Cuando un Banco Central está convergiendo, probablemente debiera tener una actitud mucho más agresiva hacia la inflación. En Chile, por ejemplo, durante su primera década de independencia, el Banco Central usó metas punto que casi siempre se cumplieron. Esto requirió una política monetaria muy activa que actuaba mostrando gran sensibilidad a los indicadores. Desde el año 2000 en adelante, el Banco Central convergió a su estado estacionario inflacionario y, por ende, se movió de una meta punto a un rango.[3]

Debido a que la mayor parte de los países latinoamericanos tiene –o se encuentra en camino a– niveles de inflación de estado estacionario, el diseño del proceso de convergencia de credibilidad es particularmente importante. Es relevante volver a enfatizar que aunque la inflación medible haya convergido

[3] Sin embargo, aunque el rango meta se presenta como permanente, la tolerancia hacia desviaciones desde el rango aún es levemente asimétrico. En teoría, a medida que el Banco Central converja a un nivel de credibilidad de estado estacionario en metas nominales, su reacción frente a fluctuaciones alrededor de la meta se volverá más simétrica.

a algo que se parezca a un rango de estado estacionario, el proceso de convergencia de credibilidad puede aún estar en proceso. Entonces, ¿no debiera el proceso de convergencia de credibilidad ser explícito, por ejemplo, a través de una banda de meta explícitamente asimétrica? Además, si el tema central en la política monetaria de un país emergente es la convergencia de credibilidad, entonces, ¿no debiera ser esta una parte central de los indicadores de rendición de cuentas del Banco Central?, y si ello es así, entonces, ¿cómo se puede medir con relativa transparencia? Faust y Svensson (2001) construyen, sobre la base de Cukierman y Meltzer (1986), un indicador de credibilidad basado en el filtro de Kalman. Puede que estas medidas sean todavía demasiado opacas o controversiales para el público generalizado, pero quizás alguna versión de ellas no es muy complicada para usar en la relación entre las autoridades del Banco Central y sus supervisores en el Parlamento. Esto es de gran trascendencia, ya que la opacidad de la categoría «credibilidad» y la asimetría congénita del modelo Barro y Gordon (1983) pueden combinarse de modo que el Banco Central extienda el período de convergencia de credibilidad más allá de lo óptimo.

3.6. Políticas fuera de equilibrio

Las economías latinoamericanas han pasado una parte importante del tiempo fuera del equilibrio y sustancialmente desviadas de los estados estacionarios durante las últimas décadas. Se podría interpretar la mayor parte de la macroeconomía latinoamericana como una literatura que intenta desarrollar soluciones a este problema. Sin embargo, aún hay una escasez de modelos que sean más explícitos al considerar las diferencias entre el manejo de una economía que fluctúa suavemente alrededor del estado estacionario, manejando la velocidad de una economía que converge hacia el estado estacionario o, crucialmente, revirtiendo la situación de una economía que se aleja. Es enteramente posible que los *trade-off* involucrados en el diseño de la política monetaria puedan no evolucionar linealmente una vez que nos desviamos en forma sustancial de las trayectorias de estado estacionario. Esto puede implicar que las reacciones del Banco Central puedan ser muy diferentes en cada una de estas situaciones. La dificultad, por supuesto, radica en que la modelación macroeconómica con un equilibrio único es lo suficientemente difícil, de modo que la introducción de equilibrios múltiples hace que los modelos sean muy complejos. Construir modelos útiles y simples en este contexto es una ardua tarea.

Estos modelos son difíciles de adaptar y cuando se complican con características de la vida real, se vuelven también bastante difíciles de trabajar.

Sin embargo, hay algunas aplicaciones prácticas de política económica. Un ejemplo es el así llamado «período de intervención especial» del Banco Central de Chile, que es una aplicación del clásico modelo de Krugman (1979) de corridas cambiarias. La idea detrás del modelo es que hay un nivel crítico de reservas que detona una corrida racional contra la moneda de una economía emergente. La aplicación del Banco Central de Chile es la siguiente: aunque Chile tiene un régimen de flotación cambiaria limpio y libre, durante la crisis argentina, el incremento de la aversión al riesgo global que siguió a los ataques de las Torres Gemelas y el miedo especulativo que precedió la instalación en la presidencia de Lula en Brasil, el Banco Central de Chile decretó estos «períodos de intervención especial». Durante estos períodos, el Banco se permitiría intervenciones en el mercado cambiario para evitar cualquier movimiento excesivo fuera del equilibrio, que, presumiblemente, serían el resultado del contagio financiero y no de cambios en los indicadores fundamentales de la economía chilena. Para este efecto, el Banco Central estableció explícitamente el máximo monto de intervención en el mercado que estaba dispuesto a hacer, y este punto estaba bastante más allá que cualquier posible punto de detonación de corridas.

La frecuencia con que las economías latinoamericanas se encuentran a sí mismas lidiando con cambios entre equilibrio o fuertes desviaciones desde el estado estacionario, torna importante la modelación y el diseño de este tipo de políticas en que se establecen reglas contingentes que dan cuenta de la necesidad de cambiar de comportamiento si es que se producen cambios relevantes en las condiciones del mercado.

4. Conclusiones

En este trabajo se ha buscado revisar un conjunto de desafíos de economía política que existen para la política macroeconómica. El objetivo es delinear una agenda de discusión de políticas públicas que conduzca a una más fácil y sustentable aplicación de políticas macroeconómicas óptimas.

A través de las diferentes secciones hemos visto que existe un conjunto relativamente amplio de desafíos para el diseño institucional, cuyas respuestas óptimas pueden cambiar de país en país. Lo que tienen en común los países latinoamericanos es que, habiendo superado ciertas etapas básicas de instituciones y consensos macroeconómicos de «primera generación», necesitan enfrentar un conjunto de dificultades de economía política relativamente sutil, aunque amplio, con el objeto de lograr asentar sus instituciones macroeconómicas y lograr reducir la volatilidad de sus economías.

Referencias

Alesina, A., R. Hausmann, R. Hommes, and E. Stein (1996). «Budget Institutions Fiscal Performance in Latin America.» NBER Working Paper Nº 5586.

Alesina, A., I. Angeloni, and F. Etro (2001). «Institutional Rules for Federations.» NBER Working Papers Nº 8646.

Alesina, A., and R. Perotti (1996). «Budget Deficit and Budget Institutions.» NBER Working Paper Nº 5556.

Alesina, A., and L. Summers (1993). «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence.» *Journal of Money Credit and Banking* 25(2), Mayo.

Alesina, A., and G. Tabellini (1987). «Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies.» *Economic Inquiry* 25(4), 619-630.

—— (2005). «Why is Fiscal Policy Often Procyclical.» NBER Working Paper Nº 11600.

Anesi, V. (2006). «Earmarked Taxation and Political Competition.» *Journal of Public Economics* 90, 679-701.

Babula, A., and I. Otker-Robe (2002). «The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies.» IMF Working Paper WP/02/155, Washington D.C.: IMF.

Barro, R. J., and D. B. Gordon (1983). «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy.» *Journal of Monetary Economics* 12, 101-121.

Berg, A., C. Jarvis, M. Stone, and A. Zanello (2003). «Re-Establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience.» IMF Working Paper Nº 03/76, April.

Blinder, A. (2000). «Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?» *American Economic Review* 90(5), 1421-1431.

Bordeaux, C. (2006). «Do Legislatures Matter in Budgetary Reform?» *Public Budgeting & Finance* 26(1), 120-142.

Bordo, M. D., and C. M. Meissner (2005a). «Financial Crises, 1880-1913: The Role of Foreign Currency Debt.» NBER Working Paper Nº 11173.

—— (2005b). «The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880-1913 vs. 1972-1997.» NBER Working Paper Nº 11897.

Borio, C. E. V., and F. Packer (2004). «Assessing New Perspectives on Country Risk.» *BPI Quarterly Review*, diciembre 2004, 47-65.

Brender, A., and A. Drazen (2005). «How Do Budget Deficits and Economic Growth Affect Reelection Prospects? Evidence from a Large Cross-Section of Countries.» NBER Working Papers 11862, National Bureau of Economic Research.

Brett, C., and M. Keen (2000). «Political Uncertainty and the Earmarking of Environmental Taxes.» *Journal of Public Economics* 75, 315-340.

Buchanan, J. M. (1963). «The Economics of Earmarked Taxes.» *Journal of Political Economy* 71 (5), 457-469.

Calderón, C., and K. Schmidt-Hebbel (2003). «Macroeconomic Policies and Performance in Latin America.» *Journal of International Money and Finance* 22, 895-923.

Calderón, C., R Duncan, and K. Schmidt-Hebbel (2004). «Institutions and Cyclical Properties of Macroeconomic Policies.» Working Papers Central Bank of Chile 285, Central Bank of Chile.

Canache, D., and M. E. Allison (2005). «Perceptions of Political Corruption in Latin American Democracies.» *Latin American Politics & Society* 47(3), 91-111.

Catao, L., and B. Sutton (2002). «Sovereign Defaults: The Role of Volatility.» IMF Working Paper WP/02/149.

CEPAL (2007). «Visiones de Desarrollo en América Latina.» J. L. Machinea y N. Serra (eds.). Santiago: CEPAL.

Céspedes, L. F., R. Chang, and A. Velasco (2002). «Dollarization of Liabilities, Net Worth Effects and Optimal Monetary Policy.» In J. Frankel and S. Edwards (eds.). *Preventing Crises in Emerging Markets*. Chicago: University of Chicago Press, 559-591.

Ciocchini, F., E. Durbin, and D. T. C. Ng (2003). «Does Corruption Increase Emerging Market Bond Spreads?» *Journal of Economics & Business* 55, 503-528.

Cukierman, A. (2006). «Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institututions: Past, Present, and Future.» Central Bank of Chile Working Paper Nº 360.

Cukierman, A., and A. Melzer (1986) «A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information.» *Econometrica*, Vol. 54, 1099-1128.

De Figueiredo, R., and B. Weinsgast (2005). «Self-Enforcing Federalism.» *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 21, Nº 1, 103-135.

De Gregorio, J. (2007). «Defining Inflation Targets, the Policy Horizon and the Output-Inflation Trade-off.» Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile, Nº 415, Marzo.

De Mello Jr., L. R. (2005). «Globalization and Fiscal Federalism: Does Openness Constrain Subnational Budget Imbalances?» *Public Budgeting & Finance* 25(1), 1-14.

Edwards, S. (1998). «Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story?» NBER Working Papers 64, March.

Edwards, S., and R. Rigobon (2002). «Currency Crises and Contagion: an Introduction.» *Journal of Development Economics* 69, 307-313.

Eichengreen, B., and R. Hausmann (1999). «Exchange Rates and Financial Fragility.» NBER Working Paper Nº 7418, November.

Eichengreen, B., R. Hausmann, and U. Panizza (2003). «Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they Are not the Same and Why it Matters.» NBER Working Paper Nº 10036.

Eklund, P. (1972). «A Theory of Earmarking Appraised.» *National Tax Journal* 15(2), 223-228.

Ehrhart, K., R. Gardner, C. Keser, and J. von Hagen (2001). «Budget Processes: Theory and Experimental Evidence.» CEPR Discussion Paper Nº 2661. London, Centre for Economic Policy Research.

Faust, J., and L. Svensson (2001). «Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals.» *International Economic Review* 42(2), 369-397.

Filc, G. y C. Scartascini (2006). «Instituciones presupuestarias, resultados fiscales y el rol del Congreso en el proceso presupuestario.» En M. Braun, G. Uña y L. Diaz Frers (eds.). *El Congreso y el presupuesto nacional en Argentina*. Buenos Aires: CIPPEC, 157-184.

Flandreau, M., and N. Sussman (2004). «Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century.» CEPR Working Paper Nº 4248, February.

Forbes, K. J., and R. Rigobon (2001). «Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications.» *Economia* 1 (2), 1-46.

Frankel, J. A., S. L. Schmukler, and L. Serven (2002). «Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime.» NBER Working Paper 8828, March.

Gavin, M., and R. Perotti (1997). «Fiscal Policy in Latin America.» NBER Macroeconomics Annual 1997.

Grossman, G. M., and E. Helpman (2006). «Separation of Powers and the Budget Process.» NBER Working Paper Nº 12332.

Gurtner, F. (2004). «Why did Argentina's Currency Board Collapse?» *The World Economy* 27(5), 679-697.

IMF (2001). «World Economic Outlook: Fiscal Policy and Macroeconomic Stability.» IMF World Economic and Financial Surveys, May.

Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart, and C. A. Végh (2004). «When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies.» NBER Working Paper Nº 10780.

Kaufmann, D. (2003). «Rethinking Governance: Empirical Lessons Challenge Orthodoxy.» World Bank Discussion Draft March 11.

Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi (2005). «Governance Matters IV: Governance Indica-tors for 1996-2004.» World Bank Policy Research Paper 3630, June.

—— (2006). «A Decade of Measuring the Quality of Governance: Governance Matters 2006 Worldwide Governance Indicators.» The World Bank.

Krugman, P. (1979). «A Model of Balance of Payments Crises.» *Journal of Money, Credit, and Banking* 11, 311-325.

Lambertini, L., and R. Rovelli (2001). «Independent or Coordinated? Monetary and Fiscal Policy in EMU.» Università di Bologna, Mimeo.

—— (2003). «Monetary and Fiscal Policy Coordination and Macroeconomic Stabilization. A Theoretical Analysis.» Università di Bologna, Mimeo.

Leite, C., and J. Weidmann (1999). «Does Mother Nature Corrupt? Natural Resources, Corruption, and Economic Growth.» IMF Working Paper WP/99/85.

McCleary, W. A., and E. Uribe (1990). «Earmarking Government Revenues in Colombia.» Policy Research Working Paper Series 425, The World Bank.

McCleary, W. (1991). «The Earmarking of Government Revenue: A Review of Some World Bank Experience.» *Oxford Journals, Social Sciences, World Bank Research Observer* 6(1), 81-104.

McCulloch, R., and R. Di Tella (2002). «Why doesn't Capitalism Flow to Poor Countries?» Harvard NOM Research Paper Nº 02-43, Princeton University Woodrow Wilson School Working Paper Nº 02-12.

McMahon, W. W., and C. M. Sprankle (1970). «A Theory of Earmarking.» *National Tax Journal* 23(3), 255-261.

—— (1972). «Earmarking and the Theory of Public Expenditure.» *National Tax Journal* 25, 229-230.

Mundell, R. (1962). «The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates.» *Staff Papers*, International Monetary Fund (Washington D.C.) 9 (March), 70-9.

—— (1963). «Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates.» *Canadian Journal of Economics and Political Science* 29 (Nov.), 475-485.

Oates, W. E. (1999). «An Essay on Fiscal Federalism.» *Journal of Economic Literature* 37(3), 1120-1149.
—— (2005). «Toward A Second-Generation Theory of Fiscal Federalism.» *International Tax and Public Finance* 12(4), 349-373.
Özmen, E. (2004). «Current Account Deficits, Macroeconomic Policy Stance and Governance: An Empirical Investigation.» ERC Economics Working Paper Nº 04/14, October.
Pavlova, A., and R. Rigobon (2005). «Wealth Transfers, Contagion, and Portfolio Constraints.» NBER Working Paper Nº 11440.
Qian, Y., and B. R. Weingast (1997). «Federalism as a Commitment to Preserving Market Incentives.» *Journal of Economic Perpectives* 11(4), 83-92.
Reinhart, C. M., K. S. Rogoff, and M. A. Savastano (2003). «Debt Intolerance.» NBER Working Papers 9908.
Rigobon, R., and D. Rodrik (2004). «Rule of Law, Democracy, Openness, and Income: Estimating the Interrelationships.» NBER Working Papers 10750.
Rodrik, D. (2007). *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions and Economic Growth*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
—— (2008). «Second-Best Institutions.» NBER Working Papers 14050, June.
Schmidt-Hebbel, K. (2006). «La gran transición de regímenes cambiarios y monetarios en América Latina.» Economic Policy Papers Central Bank of Chile Nº 17.
Schumpeter, J. (1939). *«Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process»*. New York: McGraw-Hill.
—— (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper.
Shi, M., and J. Svensson (2006) «Political Budget Cycles: Do they Differ across Countries and why?» *Journal of Public Economics* 90 (8-9), 1367-1389.
Stock, J.H., and M.W. Watson (2002). «Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors.» *Journal of the American Statistical Association* 97, 1167-1179.
Talvi, E., and C. A. Végh (2005). «Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries.» *Journal of Development Economics* 78(1), 156-190.
Van Aarle, B., G. Di Bartolomeo, J. Engwerda, and J. Plasmans (2002). «Staying Together or Breaking Apart: Policy-makers' Endogenous Coalitions Formation in the European Economic and Monetary Union.» CESifo Working Paper Series CESifo Working Paper Nº 748, CESifo GmbH.
Van Aarle, B., J. Engwerda, and J. Plasmans (2001). «Monetary and Fiscal Policy Interaction in the EMU: A Dynamic Game Approach.» CESifo Working Paper Series CESifo Working Paper Nº 437, CESifo GmbH.
Volden, C. (2002). «Delegating Power to Bureaucracies: Evidence from the States.» *Journal of Law, Eco-nomics & Organization* 18(1), 187-220.
Von Hagen, J., and I. J. Harden (1995). «Budget Processes and Commitment to Fiscal Discipline.» *European Economic Review* 39 (3-4), 771-779.
Von Hagen, J., and S. Mundschenck (2003). «Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU.» *International Journal of Finance & Economics* 8(4), 279-295.
Wilkinson, M. (1994). «Paying for Public Spending: Is there a Role for Earmarked Taxes?» *Fiscal Studies* 15(4), 119-135.